

ANALISIS PENGARUH LIKUIDITAS TERHADAP MISPRICING PADA SAHAM YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2013

F. A. Minori Christine Waruwu
Wahyu Ario Pratomo, SE, M.Ec.

Abstract: *This research aims to test and analyze the effect of stock liquidity on stock mispricing which listed at Indonesia Stock Exchange. The applied sampling method is purposive sampling. The sample in this research is banking firms registered during January 2010 up to December 2013. The analysis method applied to analyze the influence stock liquidity on stock mispricing is descriptive analysis. Stock liquidity uses three measure: amihud illiquidity, amihud risk and share turnover. This research uses multiple regression and panel data with 22 banking companies listed which based on criteria of research at Indonesia Stock Exchange as a sample. The result of this research shows during Januari 2010 – December 2013 that size and book to market ratio have negative effects and not significantly influence on banking's stock mispricing in Indonesia. Stock liquidity measured by amihud illiquidity shows that liquidity has positive and significantly influence banking's stock mispricing in Indonesia. Stock liquidity measured by amihud risk shows that liquidity has negative and not significantly influence banking's stock mispricing in Indonesia. Stock liquidity measured by amihud share turnover shows that liquidity has positive and significantly influence banking's stock mispricing in Indonesia.*

Keyword: *mispricing, size, book to market ratio, liquidity*

PENDAHULUAN

Pasar modal memegang peranan penting bagi perusahaan-perusahaan yang berada di dalamnya. Untuk menarik pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang menyediakan dana agar dapat lebih berpartisipasi di pasar modal, maka dibutuhkan suatu pasar yang efisien dan likuid (Suha, 2004). Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut (Husnan, 1994).

Namun, pasar yang kuat dan sempurna belumlah ada. Dalam praktiknya, selalu ada pihak yang lebih diuntungkan daripada pihak-pihak lainnya. Akibatnya harga saham, tidak bisa mencerminkan nilai intrinsiknya, dengan kata lain terjadi penyimpangan harga (*mispricing*). *Mispricing* terjadi ketika terdapat perbedaan antara harga pasar dengan harga fundamental. Harga fundamental adalah harga yang konsisten dengan *asset pricing model*. Saham yang mengalami *mispricing* akan cenderung kembali ke kondisi harga fundamentalnya (Brennan dan Wang, 2010). Brennan dan Wang (2006) juga menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan tidak bergantung hanya pada risiko mendasar yang ditangkap oleh model *asset pricing* standar, tetapi juga pada jenis dan tingkat *mispricing* aset, bahkan ketika *mispricing* adalah nol pada rata-rata. Secara empiris, *mispricing* bias dan diinduksi kembali yang perkiraan filter atau oleh volatilitas dan rasio varians pengembalian sisa, yang terbukti bermakna dikaitkan dengan menyadari risiko disesuaikan kembali.

Mispricing merupakan fenomena yang dapat terjadi baik dalam lingkungan rasional maupun irasional. Dalam lingkup rasional, *asymmetric information* dapat membawa harga saham menyimpang dari nilai yang sebenarnya hanya karena para investor yang menetapkan harga melalui perilaku perdagangan, tidak memiliki semua informasi yang dibutuhkan untuk mencapai konsensus harga yang mencerminkan nilai sebenarnya dari saham (Alzahrani, 2006). Di sisi lain, perilaku teori keuangan menjelaskan *mispricing* dalam lingkup irasional,

terjadi saat investor membuat kesalahan sistematis dalam memperkirakan nilai saham (Rosminar, 2012).

Dalam penelitian Ratmono dan Nur (2005), penelitian mengenai *market's mispricing* menyimpulkan bahwa saat ini komponen akrual dari profitabilitas adalah kurang persisten dibandingkan komponen arus kas (Sloan, 1996; Collins dan Hribar, 2000; Sutopo, 2001). Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa adanya komponen akrual yang kurang persisten dibandingkan komponen arus kas dari *earnings* tersebut menyebabkan investor gagal untuk *fully price* implikasi yang berbeda dari komponen akrual dan arus kas dari profitabilitas saat ini untuk profitabilitas satu tahun berikutnya. Dalam penelitian Jegadeesh dan Titman (1995) menemukan bukti bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan tersebut. Lee dan Swaminathan (2000) menyatakan bahwa saham dengan volume perdagangan rendah cenderung dihargai oleh pasar. Harga saham juga akan dibawah harga pasar (*undervalued*) jika pasar saham kurang likuid (Amihud, 2002). Di Indonesia sendiri, penelitian mengenai *mispricing* yang dilakukan oleh Trinugroho dan Rinofah (2011) yang membuktikan bahwa adanya pergerakan saham yang menyimpang (*mispricing*) di pasar modal berpengaruh dalam pemilihan sumber pendanaan perusahaan yang tercermin dalam *rasio debt to equity* (D/E).

Di lain pihak, penelitian mengenai karakteristik perusahaan terhadap *mispricing* masih sangat jarang dilakukan. Begitu juga di Indonesia, penelitian mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *mispricing* masih sangat jarang dilakukan. Brennan dan Wang (2010) menguji pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap tingkat *mispricing*. Sedangkan Griffin dan Lemmon (2002) melakukan studi empiris mengenai pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan *distress risk* perusahaan terhadap *mispricing*.

Salah satu industri atau perusahaan yang sahamnya cukup aktif dan menarik banyak perhatian investor di pasar modal Indonesia adalah saham perusahaan perbankan, hal ini didukung oleh kinerja bank yang cukup baik, yang ditandai dengan pertumbuhan laba bersih perbankan pada periode Juni 2012 yang mencapai Rp97,73 triliun, naik dari periode yang sama tahun 2011 sebesar Rp83,56 triliun. Sektor perbankan merupakan sektor yang paling rentan terpengaruh akan gejolak ekonomi global. Sektor perbankan yang mengalami krisis ketika itu juga mengakibatkan berkurangnya minat masyarakat untuk membeli saham. Isu-isu yang berkembang ketika itu mengakibatkan masyarakat tidak mempercayai bank untuk berinvestasi, tetapi seiring dengan waktu telah terlihat pemulihan pesat pada sektor ini. Sektor perbankan membuktikan eksistensinya dalam kinerja dan pencapaian hasil yang cukup baik sehingga investor kembali tertarik membeli sahamnya. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji bagaimana pengaruh likuiditas terhadap *mispricing* saham perbankan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

1. *Mispricing* (σ)

Mispricing merupakan fenomena yang dapat terjadi baik dalam lingkungan rasional maupun irasional. Dalam lingkup rasional, *asymmetric information* dapat membawa harga saham menyimpang atau terdeviasi dari nilai yang sebenarnya hanya karena para investor yang menetapkan harga melalui perilaku perdagangan, tidak memiliki semua informasi yang dibutuhkan untuk mencapai konsensus harga yang mencerminkan nilai sebenarnya dari saham. Disisi lain, perilaku teori keuangan menjelaskan *mispricing* dalam lingkup irasional, terjadi saat investor membuat kesalahan sistematis dalam memperkirakan nilai saham (Alzahrani, 2006). Sadka dan Scherbina (2007) mengemukakan bahwa *mispricing* juga disebabkan oleh adanya ketidaksetujuan antara para analis yang berkaitan dengan *transaction cost* atau likuiditas dari saham. Hubungan antara harga saham dan investasi perusahaan

menarik perhatian sejak ditemukannya kedua variabel ini yang didasarkan oleh penjelasan teori yaitu pertama, bahwa harga saham merefleksikan informasi mengenai faktor fundamental yang mempengaruhi keputusan berinvestasi. Kedua, kemungkinan perusahaan dalam menghadapi pembiayaan yang kemudian akan menghambat perusahaan dalam mencapai sasaran investasi yang optimal, sehingga dengan adanya peningkatan harga saham diharapkan dapat menjadi sumber pembiayaan dana investasi target perusahaan (Chen, Lung & Wang, 2006) dalam Rosminar (2012).

Friedman (1953) mengemukakan bahwa harga saham harus menggambarkan nilai fundamentalnya walaupun investor yang irasional salah memperkirakan nilai sebuah sekuritas, investor rasional sebagai pencari untung akan bertransaksi melawan *mispricing*, sehingga hal ini akan mendorong harga saham kembali ke nilai fundamentalnya (Sadka & Scherbina, 2006). Hal inilah yang menunjukkan bahwa kondisi *mispricing* bersifat hanya sementara, karena *return* saham yang semula menyimpang akan kembali ke nilai fundamentalnya dalam jangka waktu yang berbeda-beda, bisa dalam satu hari maupun satu tahun (Hillebrand, 2003). Menurut Brennan dan Wang (2010), *mispricing* dapat diestimasi menggunakan volatilitas dari *residual return* bulanan saham perusahaan ($\varepsilon_{i,t}$). Nilai volatilitas *residual return* yang semakin besar menunjukkan bahwa saham semakin *mispriced*, dan nilai volatilitas *residual return* yang semakin kecil menunjukkan saham semakin tidak *mispriced* (Aji, 2012). *Residual return* dihitung dengan menggunakan *single indeks model*, yaitu:

$$r_{it} - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_{mt} - r_f) + \varepsilon_{it}$$

keterangan:

r_{it} = *return* dari saham i pada periode t

α_i = *abnormal return* saham i

r_f = *return risk free asset*

β_i = faktor risiko pasar

r_{mt} = *return* pasar pada periode t

ε_{it} = *residual return* saham i pada periode t

Menurut Brooks (2008), nilai kuadrat dari suatu observasi merupakan nilai volatilitas dari observasi itu sendiri. Maka dalam penelitian ini, volatilitas *residual return* dihitung dengan mengkuadratkan setiap nilai *residual return* yang telah didapatkan (Aji, 2012).

1.1 Anomali Pasar (*Market Anomalies*)

Dalam membahas pengujian pasar efisien, perlu juga dibahas adanya ketidakteraturan (anomali) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali disini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (*semi strong*).

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali akuntansi (*accounting anomalies*).

Tabel 1
Anomali Pasar

No.	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1.	Anomali Peristiwa	1. <i>Analysts' Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh <i>insiders</i> , semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.
		3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan di bursa.
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan naik setelah <i>value line</i> menempatkan rating perusahaan pada urutan tertinggi.
2.	Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama.
		2. <i>Weekend</i>	Harga sekuritas cenderung naik pada hari Juma'at dan turun pada hari Senin.
		3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.
		4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan.
3.	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
		2. <i>Closed-end Mutual Funds</i>	<i>Return</i> pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan yang cenderung lebih tinggi.
		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi.
		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi.
4.	Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi.

Sumber: Gumanti dan Utami (2002)

Tabel 1
Anomali Pasar (sambungan)

No.	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
4.	Anomali Akuntansi	2. <i>Earnings Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.
		3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		4. <i>Price/Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		5. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		6. <i>Price/Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		7. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		8. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan <i>earnings</i> -nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

Sumber: Gumanti dan Utami (2002)

2. Ukuran (size) Perusahaan

Firm size (ukuran perusahaan) adalah ukuran dari suatu perusahaan yang dilihat dari *market capitalization*. *Market capitalization* adalah nilai total dari semua *outstanding shares* yang ada, perhitungannya dapat dilakukan dengan cara mengalikan banyaknya saham yang beredar dengan harga pasar saat ini. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan ukuran kapitalisasi pasar. Nilai kapitalisasi pasar (*market value equity*/MVE) diukur dengan menggunakan jumlah saham yang beredar dengan harga pasar saham pada saat itu (Ang, 1997). *Market value* diperoleh dari harga pasar dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*). Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Firm Size} = \text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Sumber: Darusman, 2012

Return saham perusahaan kecil lebih besar dibanding perusahaan besar. Perusahaan kecil lebih tahan terhadap kondisi ekonomi karena dalam mengontrol perusahaannya, mereka mencoba untuk meningkatkan pertumbuhan laba. Perkembangan perusahaan kecil dilakukan dengan menahan laba sehingga dapat mengurangi hutang, menambah kapasitas produksi, atau membuka cabang baru perusahaannya. Adanya penambahan produksi dinilai investor perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa depan sehingga mereka akan menanamkan modalnya. Penanaman modal yang dilakukan berdasarkan pada sedikitnya risiko bisnis yang akan dialami perusahaan dibandingkan keuntungan yang didapat nantinya. Ukuran perusahaan adalah tolak ukur besar – kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan atau nilai total aset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 1995). Chen dan Jiang (2001) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung melakukan diversifikasi usaha lebih banyak daripada perusahaan kecil. Oleh karena itu, kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil.

Schmalensee (1989) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan besar lebih *profitable* dibandingkan dengan perusahaan kecil dalam industri yang sama. Seperti peneliti lain, Schmalensee menggunakan total aktiva (*asset*) sebagai proksi ukuran (*size*) perusahaan, dan

pengukur tingkat keuntungan akuntansi diwakili oleh *profit margin* dan *return on asset*. Akan tetapi penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Schmalensee (1987) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) dan profitabilitas tidak berhubungan secara signifikan bila perusahaan-perusahaan dalam suatu industri dikelompokkan ke dalam sub industri. Dengan demikian peneliti yang sama menghasilkan temuan yang berbeda. Menurut Kaen dan Baumann (2003), teori perusahaan yang ada sekarang ini belum kuat untuk bisa menjelaskan apakah perusahaan-perusahaan besar lebih profitabilitas dari perusahaan kecil. Bahkan Dhawan (2001) yang menguji hubungan antara ukuran perusahaan dengan produktifitas perusahaan di Amerika Serikat tahun 1970 dan 1989 menemukan hasil yang berlawanan. Dhawan menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan. Berbeda dengan Dhawan, Kaen dan Baumann (2003) menguji hubungan ukuran perusahaan dengan tingkat profitabilitas pada industri manufaktur di Amerika. Hasil penelitian mereka menunjukkan hampir separoh perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur tersebut menunjukkan profitabilitas meningkat dengan tingkatan yang semakin menurun (*a decreasing rate*), dan akhirnya profitabilitas tersebut menurun ketika perusahaan tersebut menjadi lebih besar (Kusuma, 2005).

3. *Book to Market Ratio*

Menurut Gitman (2009) *market to book ratio* (MtB) merupakan rasio perbandingan antara harga pasar per lembar saham dibandingkan dengan nilai buku perusahaan. Menurut Pontiff dan Schal (1998), dalam penelitiannya *market to book ratio* mampu memperkirakan pengaruh antara nilai buku dengan *stock return*, serta menentukan apakah investor akan mendapatkan *capital gain* (keuntungan) atau *capital loss* (kerugian) atas investasi saham yang dipilihnya. Selain itu, *market to book ratio* juga digunakan dalam perusahaan untuk menghitung *stock return* secara *cross sectional*, serta menampilkan bahwa pendapatan dividen dan laba sebagai variabel yang independen (Fama dan French, 1995). Pengaruh *market to book ratio* terhadap saham dengan hasil rasio yang cukup tinggi antara nilai pasar dan nilai buku memiliki kemampuan dalam menghitung *stock return* atas proksi nilai buku untuk arus kas di masa mendatang. Serta menghasilkan suatu variabel yang berhubungan dengan *stock return*, dimana strategi dasar dalam melakukan *trading* digunakan 2 kombinasi yaitu pendapatan dan nilai buku (Bae dan Kim 1998). Selain itu, MtB *ratio* juga memberikan profitabilitas hasil pendapatan saham dimasa akan datang dengan menggunakan kombinasi antara MtB *ratio* dan *dividend yield*, dimana kombinasi tersebut dapat menunjukkan *performance* atas *stock return* dimasa yang akan datang (Jiang dan Lee, 2007) dalam Margaretha dan Damayanti (2008).

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data bulanan. Rumus dari rasio *book to market* adalah:

$$\text{Book to Market Ratio} = \frac{\text{Book value of equity}}{\text{Market value of equity}}$$

keterangan:

Book value of equity = nilai buku dari ekuitas

Market value of equity = nilai pasar dari ekuitas

Setelah diketahui nilai *book to market ratio* setiap perusahaan yang menjadi sampel penelitian, saham dirangking dari saham dengan *book to market ratio* tertinggi hingga saham dengan *book to market ratio* terendah.

4. Likuiditas

Likuiditas yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan (finansial) jangka pendek atau yang segera dipenuhi (Martono dan Harjito, 2001: 17). Likuiditas diukur dari kemampuan investor untuk mengkonversikan sebuah investasi dalam bentuk uang kas pada waktu yang relatif singkat pada nilai pasar yang seimbang atau dengan *capital loss* minimum pada transaksi (Hirt, 1996: 8), likuiditas berarti yang ditanggung

pemodal kalau ingin menjual sekuritasnya “tergesa-gesa” (Husnan, 1994: 199). Investasi dalam surat berharga tentu tidak akan terlepas dari suatu risiko baik ketika investor menjual sekuritas yang dimilikinya di bawah harga beli maupun ketika sekuritas yang dimilikinya tidak mampu terjual dengan cepat atau disebut dengan risiko likuiditas. Risiko likuiditas merupakan salah satu dari berbagai macam jenis risiko dalam investasi yang menjadi perhatian khusus bagi para investor. Risiko likuiditas (illikuiditas) merupakan risiko yang disebabkan oleh tersendaknya aliran arus kas akibat sekuritas yang dimiliki tidak cepat terjual. Amihud dan Mendelson (1980) serta Glosten dan Milgrom (1985) dalam Amihud (2002) menjelaskan bahwa “*Illiquidity reflects the impact of order flow on price the discount that a seller concedes or the premium that a buyer pays when executing a market order-that results from adverse selection costs and inventory costs.*” (Zuriah, 2013).

Di dalam penelitian Amihud (2002) illikuiditas atau disebut ILLIQ diukur berdasarkan rasio rata-rata harian dari absolut pengembalian saham dengan volume perdagangan dollar. ILLIQ dalam penelitian tersebut menjelaskan bagaimana respon dari harga harian dengan satu dollar volume perdagangan. Amihud (2002) juga menerangkan beberapa pengukuran illikuiditas lainnya seperti menggunakan *bid-ask spread (quoted or effective)*, *transaction-by-transaction market impact* dan *the probability of information based trading*. Pengukuran dari risiko likuiditas membantu investor dalam mengantisipasi dari kerugian yang dapat ditimbulkan. Namun, ada kalanya risiko likuiditas tidak dapat dihindari sehingga perusahaan dinyatakan bangkrut, atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini, hak bagi pemegang saham mendapatkan prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dilunasi. Apabila masih terdapat sisa, akan dibagi secara proporsional kepada seluruh investor. Apabila tidak terdapat sisa maka investor tidak mendapatkan hasil dari likuiditas tersebut. Kondisi ini merupakan risiko yang terberat dari pemegang saham. Oleh sebab itu, setiap investor perlu berhati-hati terhadap risiko likuiditas.

Likuiditas dapat diukur dengan tiga ukuran, yaitu (Aji, 2012):

1. *Amihud Illiquidity*

Merupakan ukuran untuk mengukur *price impact* yang terjadi akibat adanya suatu transaksi. Semakin besar *price impact*, maka saham semakin tidak likuid. Persamaan *Amihud Illiquidity* adalah sebagai berikut:

$$\text{Amihud Illiquidity} = \frac{|\text{return}|}{\text{price} \times \text{volume}}$$

2. *Amihud Risk*

Merupakan ukuran untuk mengukur fluktuasi likuiditas. Likuiditas terus berubah seiring waktu, artinya terdapat ketidakpastian berapa biaya transaksi yang akan muncul ketika investor ingin menjual sahamnya di masa depan. Karena likuiditas dapat mempengaruhi harga, maka fluktuasi likuiditas juga dapat mempengaruhi harga. Semakin besar fluktuasi likuiditas, maka saham semakin tidak likuid. Persamaan untuk menghitung *amihud risk* adalah sebagai berikut:

$$\text{Amihud Risk} = \text{standard deviasi (amihud illiquidity)}$$

3. *Share Turnover*

Merupakan ukuran dari aktivitas transaksi yaitu volume perdagangan. Semakin besar nilai *share turnover*, maka saham semakin likuid. *Share turnover* dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Share turnover} = \frac{\text{volume}}{\text{outstanding share}}$$

keterangan:

<i>Return</i>	= return saham pada periode <i>t</i>
<i>Price</i>	= harga saham pada periode <i>t</i>
<i>Volume</i>	= jumlah saham yang diperdagangkan pada periode <i>t</i>
<i>Outsanding share</i>	= jumlah saham yang beredar pada periode <i>t</i>

METODE

Penelitian ini menggunakan model data panel untuk menguji pengaruh karakteristik perusahaan seperti ukuran (*size*), *book to market ratio*, dan likuiditas terhadap *mispricing* saham perusahaan. Model regresi ini diestimasi dengan menggunakan program *Eviews 7*. Objek penelitian ini berupa seluruh perusahaan perbankan terbuka yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia dalam periode Januari 2010 hingga Desember 2013, dimana dari total 37 perusahaan perbankan hanya 22 perusahaan yang telah terdaftar dan memiliki data yang lengkap. Dalam penelitian ini, likuiditas diukur dengan tiga ukuran yaitu *Amihud Illiquidity*, *Amihud Risk* dan *Share Turnover*. Tujuannya adalah untuk mengetahui konsistensi ketiga ukuran tersebut. Model penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(size)_{i,t} + \beta_3 Amihud\ Illiquidity_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(size)_{i,t} + \beta_3 Amihud\ Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(size)_{i,t} + \beta_3 Share\ Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

keterangan:

σ	= parameter <i>mispricing</i>
$BM_{i,t}$	= <i>book to market ratio</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
<i>Size</i>	= <i>market value of common equity</i> perusahaan <i>i</i> akhir bulan <i>t</i>
$Amihud\ Illiquidity_{i,t}$	= <i>Amihud Illiquidity</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
$Amihud\ Risk_{i,t}$	= <i>Amihud Risk</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
$Share\ Turnover_{i,t}$	= <i>Share Turnover</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>

Tabel 2
Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan	No	Nama Perusahaan
1.	PT. Bank Artha Graha Internasional, Tbk	12.	PT Bank Mayapada Internasional, Tbk
2.	PT. Bank Bukopin, Tbk	13.	PT Bank Mega, Tbk
3.	PT. Bank Bumi Arta, Tbk	14.	PT Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk
4.	PT. Bank Capital Indonesia, Tbk	15.	PT Bank OCBC NISP, Tbk
5.	PT. Bank Central Asia, Tbk	16.	PT Bank of India Indonesia, Tbk
6.	PT. Bank CIMB Niaga, Tbk	17.	PT Bank PAN Indonesia, Tbk
7.	PT. Bank Danamon Indonesia, Tbk	18.	PT Bank Permata, Tbk
8.	PT Bank Ekonomi Raharja, Tbk	19.	PT Bank QNB Kesawan, Tbk
9.	PT Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk	20.	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero), Tbk
10.	PT Bank ICB Bumi Putra, Tbk	21.	PT Bank Tabungan Negara (Persero), Tbk
11.	PT Bank Mandiri (Persero), Tbk	22.	PT Bank Victoria Internasional, Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia (data diolah)

Teknik Analisis

Pengujian empiris dilakukan dengan cara mengumpulkan data dan teori, melakukan observasi, kemudian merumuskan kesimpulan atas jawaban pertanyaan yang muncul dari hasil penelitian tersebut. Pengujian empiris dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif, analisis panel data, uji signifikan dan uji *goodness of fit*.

1. Statistik Deskriptif

Tujuan dari statistik deskriptif ini adalah untuk menggambarkan tentang beberapa ukuran penting dalam penelitian. Dengan analisis ini, akan diketahui karakteristik dan kewajaran data yang digunakan untuk masing-masing variabel. Analisis statistik deskriptif ini meliputi nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari setiap variabel yang digunakan dalam metode penelitian.

2. Estimasi Model Panel Data

Data panel merupakan penggabungan antara model data *cross section* dengan model data *time series*. Dalam mengestimasi parameter dari persamaan dengan data panel, ada tiga model persamaan yang dapat dibuat, yaitu (Pratomo dan Hidayat, 2010):

2.1 Ordinary Least Square (Pool Data)

Data *cross section* dan *time series* digabungkan dalam bentuk *pool data*. Kemudian data tersebut diregresikan dengan metode OLS. Dengan menggunakan OLS maka akan diperoleh nilai *intercept* dan koefisien parameter yang konstan.

2.2 Fixed Effects Model (FEM)

Model ini memiliki *intercept* persamaan yang tidak konstan atau terdapat perbedaan pada setiap individu (data *cross section*). Sementara itu, *slope* koefisien regresi tidak berbeda pada setiap individu dan waktu.

2.3 Random Effects Model (REM)

Pada model ini, perbedaan antar individu terdapat di *error term* dari persamaan. Model ini memperhitungkan bahwa *error term* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*.

Beberapa pakar ekonometrika membuat pembuktian untuk menentukan metode apa yang paling sesuai untuk digunakan dalam panel data. Adapun kesimpulan dari pembuktian tersebut adalah (Pratomo dan Hidayat, 2010):

1. Jika pada data panel, jumlah runtun waktu lebih besar dibandingkan jumlah individu, maka disarankan untuk menggunakan metode FEM.
2. Jika pada data panel, jumlah runtun waktu lebih sedikit dibandingkan jumlah individu, maka disarankan untuk menggunakan metode REM.

Pengujian lain yang disarankan dalam menentukan metode apa yang paling sesuai untuk digunakan pada data panel adalah *Uji Hausman*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan Tabel 3, jika dilihat dari nilai rata-rata volatilitas residual maka 42,6 % dari total sampel 1056 observasi memiliki volatilitas residual di atas rata-rata yaitu terdapat 450 observasi saat terjadinya *mispricing* di atas rata-rata. Hal ini dapat diartikan selama periode pengamatan bahwa beberapa saham perusahaan perbankan di Indonesia berada dalam kondisi yang tidak mengalami *mispriced*. Variabel *Ln Size* menunjukkan dari total seluruh observasi 1056, terdapat 0.00144823% observasi saat terjadi *size*. Dengan melihat nilai maksimum dan minimum dapat disimpulkan bahwa interval *size* dari perusahaan sangat besar. Namun, lebih banyak didominasi oleh perusahaan berskala besar.

Variabel *book to market ratio* memiliki 147 observasi saat terjadi *book to market ratio* atau sekitar 0.14%. Dengan melihat nilai maksimum dan minimum dapat disimpulkan bahwa interval *book to market ratio* dari perusahaan cukup besar. Namun, lebih banyak didominasi oleh perusahaan dengan *book to market ratio* kecil atau sering disebut dengan *growth stock*. Pada variabel *Amihud Illiquidity* jika dilihat dari nilai rata-ratanya, hal ini dapat diartikan bahwa selama masa periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering pada keadaan likuid daripada tidak likuid. Variabel *Amihud Share Turnover* memiliki rerata 0.004929 dengan nilai maksimum 0.058068 dan nilai minimum sebesar 0.0000001, serta standar deviasi sebesar 0.011027. Hal ini diartikan bahwa selama periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering berada dalam kondisi likuid daripada tidak likuid.

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Standard Deviasi
RESVOL	5.40E-05	0.821032	0.042605	0.119666
LNSIZE	4.0E+10	1.2E+11	7.7E+10	2.3E+10
B/M	0.0000183	0.0000385	0.0000308	0.0000056
ILLIQ	-0.0000161	0.0000047	-0.0000008	0.0000039
RISK	0	0.0000039	0.0000035	0.0000007
STO	0.0000001	0.058068	0.004929	0.011027

Sumber: hasil pengolahan Eviews 7

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kondisi saham-saham perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam rentang waktu 2010-2013 berada dalam kondisi yang tidak *mispriced* dan likuid. Menurut Info Bank News (2010) kondisi perbankan dari tahun 2010-2013 dapat dikatakan aman. Indikator penting perbankan, seperti aset, kredit, dana, dan laba serta rasio-rasio kesehatan, angkanya biru. Kenyataan ini seiring dengan kondisi makro-ekonomi yang juga membaik. Kondisi ekonomi makro menjadi landasan fundamental bagi para investor untuk mengambil keputusan. Dalam analisa fundamental terhadap suatu saham tertentu, investor akan mempertimbangkan kondisi ekonomi makro terlebih dahulu, selanjutnya kondisi sektor perusahaan tersebut dan akhirnya menganalisa *performance* perusahaan itu sendiri serta prospek sahamnya di pasar. Dengan demikian ketika kondisi makro ekonomi di suatu negara mengalami perubahan baik yang positif ataupun negatif, investor akan mengkalkulasikan dampaknya terhadap kinerja perusahaan pada masa depan, kemudian mengambil keputusan membeli atau menjual saham perusahaan yang bersangkutan. Aksi jual dan beli ini akan mengakibatkan terjadinya perubahan harga saham, yang pada akhirnya akan berpengaruh pada indeks pasar modal di negara tersebut.

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa kondisi perusahaan perbankan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia secara umum lebih sering berada dalam keadaan likuid selama periode 2010-2013. Hal tersebut disebabkan dengan derasnya aliran dana asing jangka pendek yang sering kali disebut *hot money*. Tingkat kehati-hatian perbankan dinilai akan sangat tinggi, yang diwujudkan dalam kebijakan peningkatan permodalan dan kebutuhan likuiditas untuk menjaga risiko dari guncangan krisis. Namun, perbankan Indonesia masih mempunyai banyak kesempatan karena perekonomian juga sedang bergerak naik dengan derasnya aliran dana asing jangka pendek yang sering kali tersebut. Arus *hot money* itu menjadi api dalam sekam perekonomian Indonesia (Info Bank News, 2010). Perekonomian Indonesia triwulan III 2012 tumbuh sebesar 6,17%. pertumbuhan yang tetap berada pada kisaran 6% yang melanjutkan kinerja positif triwulan I dan II 2012, dimana ekonomi tumbuh secara berturut-turut sebesar 6,3% dan 6,4%. Dengan kinerja pertumbuhan yang relatif stabil ini, kalangan ekonom memprediksi ekonomi di tahun 2012 akan mengalami pertumbuhan diantara 6,2-6,3%. Kemudian pada tahun 2013 kondisi perekonomian Indonesia masih tetap stabil berada pada kisaran 6%. Pertumbuhan tersebut dapat dilihat pada Badan Pusat Statistik (BPS) yang mencatat perkembangan Indonesia. BPS mencatat pertumbuhan ekonomi Indonesia pada triwulan I 2013 dari sektor keuangan tumbuh sebesar 2,96% (Taufiqurrokhman, 2013).

Tabel 4
Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	None	0.241964	11.66303	0.0000
<i>BM</i>	-	-1073.047	-0.783139	0.4337
<i>LNSIZE</i>	-	-1.23E-16	-0.028142	0.9776
<i>ILLIQ</i>	+	229.9003	2.189708	0.0288
<i>Adjusted-R²</i>	0.865442			
<i>f-statistic</i>	283.7291			

Sumber: hasil pengolahan Eviews 7

Tabel 5
Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	none	0.244839	11.39849	0.000
<i>LNSIZE</i>	-	-1.20E-16	-0.027344	0.9872
<i>BM</i>	-	-1300.675	-0.948900	0.3429
<i>Risk</i>	-	-22.37783	-0.090377	0.9280
<i>Adjusted-R²</i>	0.864818			
<i>f-statistic</i>	282.2194			

Sumber: hasil pengolahan Eviews 7

Tabel 6
Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	None	0.021229	10.87679	0.0000
<i>LNSIZE</i>	+	4.38E-15	0.144813	0.8849
<i>BM</i>	+	1365.349	-0.830060	0.4067
<i>STO</i>	+	0.340191	2.817431	0.0049
<i>Adjusted-R²</i>	0.865849			
<i>f-statistic</i>	284.7204			

Sumber: hasil pengolahan Eviews 7

Pengujian pengaruh ukuran (*size*) perusahaan di Indonesia pada Tabel 4 menunjukkan bahwa variabel ukuran (*size*) perusahaan memiliki koefisien negatif dan tidak berpengaruh signifikan ($0.9776 > \alpha = 0.05$). Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki koefisien yang negatif dengan pengaruh tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$ ($0.9872 > 0.05$). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak begitu berpengaruh signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Semakin besar ukuran (*size*) perusahaan, maka semakin kecil tingkat *mispricing* saham perusahaan sehingga hipotesis pertama dari penelitian ini yang ditelaah disebutkan pada Bab 2

ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010), Doukas, Kim dan Pantzalis (2010), Hirshleifer dan Jiang (2007). Temuan-temuan dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa ukuran (*size*) perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin besar tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut (Aji, 2012). Perbedaan utama antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian dimana observasi yang menjadi bahan penelitian ini adalah saham-saham perusahaan perbankan yang terdapat di Indonesia. Namun, beda halnya pada Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel ukuran (*size*) perusahaan memiliki koefisien positif dengan pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$ ($0.8849 > 0.05$). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak juga signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan berukuran kecil cenderung mengalami *mispricing* karena memiliki *relative valuation* yang rendah, yang merupakan *valuation ambiguity* (Doukas, Kim dan Pentzalis, 2010). Salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui nilai *relative valuation* adalah *price earning ratio* (PER). Nilai PER menandakan harga saham yang bersedia dibayarkan oleh investor setiap pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan. Nilai PER yang rendah menunjukkan bahwa investor memiliki ekspektasi yang rendah terhadap saham perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan harga menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing* (Aji, 2012).

Pengujian pengaruh *book to market ratio* pada Tabel 4 dan Tabel 5 memiliki koefisien negatif serta berpengaruh signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Pada Tabel 4 menunjukkan bahwa variabel *book to market ratio* perusahaan memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan berpengaruh pada *mispricing* ($0.4337 > 0.05$). Pada Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel *book to market ratio* perusahaan memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan berpengaruh pada *mispricing* ($0.3429 > 0.05$). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Pada Tabel 6 variabel *book to market ratio* perusahaan menunjukkan koefisien positif serta tidak berpengaruh signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan, maka hipotesis yang kedua pada penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010) dan Aji (2012). Temuan-temuan dari penelitian tersebut yang menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin besar tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut (Aji, 2012). Dari hasil estimasi diindikasikan dengan kesimpulan Fama dan French (1993) yang menyatakan bahwa efek dari *book to market* merupakan hasil dari *overreaction* pasar. Pendapat ini didukung oleh penelitian Jegadeesh dan Titman (1995) yang membuktikan harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan. *Overreaction* menyebabkan adanya penyimpangan harga saham dari harga wajarnya sehingga mengakibatkan *mispricing*.

Pengujian pengaruh likuiditas terhadap tingkat *mispricing* saham dengan ukuran *Amihud Illiquidity* pada Tabel 4 menunjukkan likuiditas perusahaan memiliki koefisien positif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan ($0.0288 < 0.05$) berpengaruh terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham

perusahaan. Hasil penelitian ini yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010) yang menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Semakin rendah tingkat *mispricing* saham perusahaan semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Dari hasil pengujian dapat diindikasikan dengan kesimpulan yang dinyatakan oleh Sadka dan Scherbina (2008) yang menyatakan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas yang rendah cenderung akan mengalami *mispricing* karena adanya tingkat ketidakpastian yang tinggi pada saat saham tidak likuid. Ketidakpastian ini dikarenakan adanya tentang *analyst disagreement* terkait dengan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. *Analyst disagreement* berupa perbedaan pandangan para analis tentang kondisi pasar sehingga pelaku pasar mengambil posisi *wait and see* yang menyebabkan tidak adanya transaksi di pasar (Aji, 2012).

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4, variabel likuiditas perusahaan dengan ukuran *Amihud Risk* memiliki koefisien negatif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan ($0.9280 < 0.05$) terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Suatu perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hasil penelitian ini yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010) serta Sadka dan Scherbina (2009) menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Semakin rendah tingkat *mispricing* saham perusahaan semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Dari hasil uji regresi dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas rendah cenderung mengalami *mispricing* karena adanya ketidakpastian tentang ada atau tidaknya likuiditas. Ketidakpastian ini juga menyebabkan adanya ketidakpastian akan berapa biaya transaksi yang muncul saat investor ingin menjual saham mereka (Amihud, Mandelson dan Pedersen, 2005). Ketidakpastian ini akan semakin tinggi jika saham tidak likuid.

Hasil regresi pada Tabel 6, variabel likuiditas dengan ukuran *Share Turnover* memiliki koefisien positif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan memiliki pengaruh positif dan berpengaruh signifikan ($0.0049 < 0.05$) terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen, Lung dan Wang (2009) yang menyimpulkan bahwa *mispricing* mempunyai hubungan yang positif dengan *share turnover*. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan maka akan semakin tinggi pula tingkat *mispricing* saham perusahaan. Lain halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Fong, Holden dan Trzcinka (2011) yang membuktikan bahwa ukuran likuiditas *share turnover* mempunyai hubungan negatif, yaitu semakin tinggi tingkat likuiditas maka semakin rendah tingkat *mispricing* saham perusahaan (Aji, 2012). Dari hasil pengujian ini dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas yang tinggi yang diukur dengan *share turnover* akan mengalami *mispricing*. Hal ini dikarenakan adanya rasa optimisme yang berlebihan pada pertumbuhan deviden. Optimisme yang berlebihan akan menyebabkan semakin tingginya *share turnover* dan membuat investor bersedia membayar di atas nilai fundamentalnya (Chen, Lung dan Wang, 2009). Kepanikan pasar karena suatu peristiwa tertentu juga dapat menyebabkan tingginya *share turnover* karena investor berlomba-lomba menjual sahamnya dan juga dapat menyebabkan *mispricing*. Penyebab lain mungkin disebabkan oleh adanya ketidaktauhan informasi penjual saham karena sedang membutuhkan uang dalam jumlah besar dalam waktu singkat. Hal ini juga dapat menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*size firm*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa semakin rendah ukuran perusahaan maka semakin tinggi pula tingkat *mispricing* saham perusahaan, namun tidak secara signifikan. Terjadinya *mispricing* mungkin disebabkan perusahaan kecil memiliki *relative valuation* rendah, yang merupakan *ambiguity* (Doukas, Kim dan Pantzaliz, 2010). Salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui nilai *relative valuation* adalah *price earning ratio* (PER). Nilai PER menandakan harga saham yang bersedia dibayarkan oleh investor setiap pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan. Nilai PER yang rendah menunjukkan bahwa investor memiliki ekspektasi yang rendah terhadap saham perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan harga menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing*.
2. Hasil uji *book to market ratio* perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan menunjukkan bahwa variabel *book to market ratio* perusahaan memiliki pengaruh yang tidak signifikan berpengaruh pada *mispricing*, maka hipotesis yang kedua pada Bab 2 yang telah disebutkan dalam penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010) dan Aji (2012). Temuan-temuan dari penelitian tersebut yang menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin besar tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Terjadinya *mispricing* mungkin dikarenakan adanya *overreaction* pasar. Menurut Fama dan French (1993), menyatakan bahwa *book to market ratio* cenderung mengalami *mispricing* karena efek dari *book to market ratio* merupakan hasil dari *overreaction* pasar. Hal ini juga didukung oleh Jegadeesh dan Titman (1995) yang menyatakan bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap informasi perusahaan. Hal ini menyebabkan terjadinya *mispricing*.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan dengan ukuran:
 - *Amihud Illiquidity* memiliki pengaruh positif dan signifikan ($0.0288 < 0.05$) berpengaruh terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini ditolak karena berbeda pada pernyataan hipotesis yang telah disebutkan pada Bab 2 sebelumnya. Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan dengan kesimpulan yang dinyatakan oleh Sadka dan Scherbina, 2008) yang menyatakan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas yang rendah cenderung akan mengalami *mispricing* karena adanya tingkat ketidakpastian yang tinggi pada saat saham tidak likuid. Ketidakpastian ini dikarenakan adanya tentang *analyst disagreement* terkait dengan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. *Analyst disagreement* berupa perbedaan pandangan para analis tentang kondisi pasar sehingga pelaku pasar mengambil posisi *wait and see* yang menyebabkan tidak adanya transaksi di pasar.
 - *Amihud Risk* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan ($0.9280 < 0.05$) terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Suatu perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini ditolak disebutkan pada Bab 2 sebelumnya. Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan

likuiditas rendah cenderung mengalami *mispricing* karena adanya ketidakpastian tentang ada atau tidaknya likuiditas. Ketidakpastian ini juga menyebabkan adanya ketidakpastian akan berapa biaya transaksi yang muncul saat investor ingin menjual saham mereka. Ketidakpastian ini akan semakin tinggi jika saham tidak likuid.

- *Amihud Share Turnover* memiliki pengaruh positif dan berpengaruh signifikan ($0.0049 < 0.05$) terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan dikatakan likuid jika memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini telah disebutkan pada Bab 2 sebelumnya ditolak. Dari hasil uji hipotesis ini dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas yang tinggi yang diukur dengan *share turnover* akan mengalami *mispricing*. Hal ini dikarenakan adanya rasa optimisme yang berlebihan pada pertumbuhan deviden. Optimisme yang berlebihan akan menyebabkan semakin tingginya *share turnover* dan membuat investor bersedia membayar di atas nilai fundamentalnya (Chen, Lung dan Wang, 2009). Kepanikan pasar karena suatu peristiwa tertentu juga dapat menyebabkan tingginya *share turnover* karena investor berlomba-lomba menjual sahamnya dan juga dapat menyebabkan *mispricing*. Penyebab lain mungkin disebabkan oleh adanya ketidaktahuan informasi penjual saham karena sedang membutuhkan uang dalam jumlah besar dalam waktu singkat. Hal ini juga dapat menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya.

SARAN

1. Bagi Investor

Diharapkan bagi para investor dapat memperhatikan ukuran (*size*) perusahaan, *book to market ratio* perusahaan dan likuiditas saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena berdasarkan penelitian ini telah terbukti bahwa ketiga variabel tersebut memiliki pengaruh terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Jadi sebaiknya sebelum membeli saham suatu perusahaan, investor perlu memperhatikan beberapa indikator yang telah disebutkan di atas yang dapat menentukan strategi yang tepat untuk mendapatkan *return* yang optimal.

2. Bagi Akademis

Penelitian yang selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang periode penelitian serta mungkin dapat menambahkan variabel-variabel independen yang belum diuji dan menambah jumlah sampel penelitian. Selain itu, diharapkan agar memperhatikan dalam hal memilih ukuran yang digunakan sebagai proksi untuk likuiditas karena hal ini penting ketika akan menghubungkan konsep dari *mispricing* dengan likuiditas sendiri.

DAFTAR PUSTAKA

- Aji, Farid Wahyu. 2012. *Pengaruh Likuiditas terhadap Mispricing Saham-Saham di Bursa Efek Indonesia*. Program Magister. Universitas Indonesia. Jakarta.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, Vol. 5 (2002), Hal. 31-56, New York: New York University.
- Brennan, M. J., & Wang A. 2006. *Asset Pricing and Mispricing*.
- Brennan, M. J., & Wang A. 2010. *The Mispricing Return Premium*.
- Bapepam, 2011. *Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia*. Laporan Studi, Jakarta.
- Chen, Carl R., Lung, Peter P., & Wang, F Albert. 2009. Stock Market Mispricing: Money Illusion or Resale Option. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 44, 1125-1147.
- Darusman, Dery. 2012. *Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum terhadap Return Portofolio Saham*. Program Sarjana. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Fama, Eugene F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, Hal. 383-417.
- Fama, Eugene F., & French, K. R. 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, Vol. 50 No. 1, Hal. 131-155.
- Griffin, John M., & Lemmon, Michael L. 2002. Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5.
- Gumanti, Tatang A., & Utami, E. S. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 4, No. 1, Hal. 54-68.
- Harjito, D. Agus. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Saham Kuala Lumpur. *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 8, Vol. 1, Hal. 33-51.
- Husnan, Suad & Pudjiastuti, E. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Husnan, Suad. 1994. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Info Bank News. 2010. *Kondisi Perbankan 2010 Tidak Semudah pada 2011*. <http://www.infobanknews.com/2010/11/kondisi-perbankan-2010-tidak-semudah-pada-2011/>.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. 1995. Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits. *Review of Financial Studies*, Vol. 8, Hal. 973-993.
- Kusuma, Hadri. 2005. Size Perusahaan dan Profitabilitas Kajian Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol. 10, No. 1, Hal. 81-93.
- Margaretha, F. & Damayanti, I. 2008. Pengaruh Price Earnings Ratio, Dividen Yield, dan Market to Book Ratio terhadap Stock Return di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No. 3, Hal. 149-160.
- Pontiff, Jeffrey, Lawrence D., Schall. 1998. Book-to-Market Ratios as Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Hal. 141-160.
- Pratomo, Wahyu A., & Hidayat P. 2010. *Pedoman Praktis Penggunaan Eviews dalam Ekonometrika*. Medan: USU Press.
- Ratmono, Dwi dan Cahyonowati, N. 2005. Anomali Pasar Berbasis Earnings dan Persistensi Abnormal Akrual. *SNA VIII*, Hal. 514-523. Solo.
- Rosminar, Kristina S. 2012. *Pengaruh Mispricing terhadap Keputusan Investasi Perusahaan di Bursa Efek Indonesia*. Program Magister. Universitas Indonesia. Jakarta.

- Sadka, R., dan Scherbina, A. 2009. Mispricing and Costly Arbitrage. *Journal of Investment Management*, Volume 7. No.4. 1-13.
- Taufiqurrokhman, Muhammad. 2013. *Pengaruh Kecukupan Modal dan Kualitas terhadap Profitabilitas pada PT. Bank BRI Syariah, Tbk.* Universitas Pendidikan Indonesia.
- Zuriah, Ayu. 2013. *Hubungan Antara Faktor-Faktor Illikuiditas dengan Stock Returns (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar pada Indeks Harga Saham Gabungan Periode 2009-2011).* Program Sarjana. Universitas Diponegoro. Semarang.